

المعهد العربي للتخطيط بالكويت
Arab Planning Institute - Kuwait
منظمة عربية مستقلة



البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية

سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية
العدد الواحد والتسعون - مارس/ أذار 2010 - السنة التاسعة

أهداف «جسر التنمية»

إن إتاحة أكبر قدر من المعلومات والمعارف لأوسع شريحة من أفراد المجتمع، يعتبر شرطاً أساسياً لجعل التنمية قضية وطنية يشارك فيها كافة أفراد وشرائح المجتمع وليس الدولة أو النخبة فقط. كذلك لجعلها نشاطاً قائماً على المشاركة والشفافية وخاضعاً للتقييم وللمساءلة.

وتأتي سلسلة «جسر التنمية» في سياق حرص المعهد العربي للتخطيط بالكويت على توفير مادة مبسطة قدر المستطاع للقضايا المتعلقة بسياسات التنمية ونظرياتها وأدوات تحليلها بما يساعد على توسيع دائرة المشاركين في الحوار الواجب إثارته حول تلك القضايا حيث يرى المعهد أن المشاركة في وضع خطط التنمية وتنفيذها وتقييمها من قبل القطاع الخاص وهيئات المجتمع المدني المختلفة، تلعب دوراً مهماً في بلورة نموذج ومنهج عربي للتنمية يستند إلى خصوصية الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والمؤسسية العربية، مع الاستفادة دائماً من التوجهات الدولية وتجارب الآخرين.

والله الموفق لما فيه التقدم والإزدهار لأمتنا العربية،،،

د. عيسى محمد الغزالي
مدير عام المعهد العربي للتخطيط بالكويت

المحتويات

البنية الجزئية لأسواق الاورواق المالية

إعداد : د. وليد عبد مولاه

أولاً : مقدمة

تطورت المعرفة بالبنية الجزئية لأسواق الأسهم بسرعة خلال الثلاثين السنة الأخيرة، وذلك لما يحظي به هذا المجال البحثي من اهتمام متصاعد من طرف الباحثين والمستثمرين والسلطات الإشرافية في ضوء التحول السريع لبيئة أسواق الأسهم من خلال التقنية والتنظيم والعولمة. فقد تحولت جميع بورصات العالم، بعيداً عن الصورة التقليدية المتمثلة في وجود غرفة صاخبة يقوم فيها السماسرة بتسجيل أوامر البيع والشراء على السبورة، إلى أسواق الكترونية تتألف من حاسوب مركزي ومحطات فرعية تُمكن شركات السمسرة والبنوك من إدخال الأوامر في أي وقت وبأقل التكاليف. تعود تسمية هذا المجال البحثي في الاقتصاد المالي لعنوان مقالة لغارمان في سنة 1976، تم اعتماده فيما بعد لوصف نطاق واسع من البحوث النظرية والتطبيقية التي تعنى بالعلاقة بين الهيكل المؤسسي والسلوك الاستراتيجي والسيولة والشفافية وأسعار وحجم التداول في أسواق الأسهم والصرف، و الهدف منها هو النظر داخل "الصندوق الأسود" الذي تتحول أوامر المستثمرين بيعاً وشراءاً من خلاله إلى صفقات. كذلك تُحاول هذه النظرية إعادة النظر في فكرة كفاءة أسواق الأسهم المهيمنة من(Fama (1965,1970 ، التي أعيدت تسميتها بعقلانية أسواق الأسهم (Merton 1987) حين يتم الأخذ بعين الاعتبار طبيعة المشتركين في التداول، أنظمة التداول الحقيقية وعدم اتساق المعلومات المتاحة في إطار نموذج إقتصادي جزئي، في محاولة لتفسير التقلبات الحادة في أسعار الأسهم وإعادة طرح مسألة عقلانية هذه الحركات وعلاقتها بالقيمة العادلة لهذه الأسهم [1].

يهدف هذا العدد لاستعراض بعض أهم الاستنتاجات في هذا المجال البحثي، مع التركيز على الجانب الوصفي لأهم ترتيبات عملية التداول في أسواق الأسهم بشكل عام وأسواق الأسهم العربية على وجه الخصوص. ويتكون من خمسة أجزاء باستثناء المقدمة، يتناول على التوالي أنظمة التداول، طبيعة المتداولين، السيولة والشفافية وأخيراً خاتمة.

تؤدي المواجهة بين نموذج السوق التي تحركها الأسعار وتلك التي تحركها أوامر البيع والشراء إلى البحث عن التنظيم المثالي للأسواق الذي يمكن من تحقيق السيولة والكفاءة والشفافية إلى جانب تخفيض تكاليف المعاملات.

ثانياً: أنظمة التداول

ترتبط وظيفة التداول ارتباطاً وثيقاً بعملية قَبْلية وهي عملية توجيه الأوامر (Order routing) وعملية بعدية وهي التسوية (Clearing-settlement) . وقد أسفرت موجة من حوسبة وظيفة توجيه الأوامر إلى أسواق الأسهم، التي بدأت في سنة 1976 مع افتتاح النظام الأمريكي DOT (Turnaround Designated Order) والذي عوض فيما بعد بنظام Super Dot، إلى اعتماد جميع البورصات العالم أنظمة توجيه إلكترونية، مع الاستعانة بمصادر خارجية كالإنترنت. فاعتمدت بورصة تورنتو في سنة 1977 نظاماً الكترونياً للتداول تلتها بورصة طوكيو في عام 1982، ثم بورصة باريس 1986، ومن ثم أوستراليا في عام 1990، إلى أن تحولت غالبية الأسواق في الوقت الحالي إلى أنظمة الكترونية.

تؤدي المواجهة بين نموذج السوق التي تحركها الأسعار (Quote driven market) وتلك التي تحركها أوامر البيع والشراء (Order driven market) إلى البحث عن التنظيم المثالي للأسواق، الذي يمكن من تحقيق السيولة والكفاءة والشفافية إلى جانب تخفيض تكاليف المعاملات.

فغالبية أسواق الأسهم تعمل حسب واحد من هذين النموذجين مع إدخال أشكال وسيطة. أما بالنسبة للمعايير التي تشرح الفرق، فتتلخص في ثلاثة عناصر، وهي التوقيت والمناظر ومكان التبادل. وتؤدي هذه المعايير إلى التمييز بين سوق مستمرة (continuous market) أو غير مستمرة وهى سوق التثبيت (call market)، بين سوق تحركها الأسعار أو الأوامر وبين سوق مركزية وغير مركزية.

1.2 معيار الزمن

يميز هذا المعيار بين ما إذا كان التبادل مستمراً خلال كامل الفترة أو واقعاً في وقت محدد من اليوم. في الحالة الأولى يعرف السوق بالسوق المستمرة أما الحالة الثانية فيعرف بسوق بالتثبيت.

سوق التثبيت هي السوق التي تتزامن فيها عمليات التبادل وتتـــم في أوقات محددة سلفاً. يتم تجميع أوامـــر المستثمرين فـــي سجل الأوامر؛ أوامر الشراء من جهة وأوامر البيع من جهة حسب أولوية السعر و وقت إدخالها في النظام. يتم في ما بعد مطابقة أوامر البيع والشراء، وفقاً للأولويات، بتحديد سعر نظري يهدف إلى تعظيم حجم التداول.

يمكن هذا السعر النظري المستثمرين من تنقيح أوامرهم أو إدخال أوامر جديدة. يتم في ما بعد تحديد سعر فعلي من شأنه أن يؤدي إلى تطابق أكبر حجم ممكن من الأوامر. أما الأوامر التي لم تلبى نظراً لعدم تطابق السعر، فإنها تبقى في سجل الأوامر لجولة أخرى أو المداولة في السوق المستمرة.

يمكن لهذا النظام اعتماد طريقة المزايدة المكتوبة، حيث يتطلب من الوسطاء التواجد في قاعة التداول. ويتم سعر التوازن عن طريق التخمين التدريجي. وقد أهملت هذه الطريقة في التداول لصالح التداول المستمر، ولكنها اعتمدت كنظام تداول في فترات تمهيدية قبل بدء نظام التداول المستمر، أو في فترات تداول ختامية قبل غلق الأسواق.

وتعتمد جميع بورصات العالم هذا التدرج في التداول، لما لنظام التثبيت من مزايا متعلقة بتحديد أفضل سعر يمثل أفضل تقدير للقيمة

السوقية من آخر إغلاق نظراً لزخامة تدفق المعلومات في الليل أو في العطل بشكل عام. وقد اعتمدت جل البورصات العربية هذه النظام من فترات وجيزة كفترات تمهيدية قبيل انطلاق السوق المستمرة.

تعرف السوق المستمرة بأنها تلك السوق التي يجري فيها التداول بصفة مستمرة ويتسم بعدم تزامن وصول وتنفيذ الأوامر. يمكن هذا النظام المستثمر من مراقبة السوق وحرية التدخل عن طريق إصدار أوامر البيع أو الشراء حسب ما تمليه استراتيجياته، مما يضفى على السوق قدراً أكبر من المرونة والشفافية. ويمكن تحقيق ذلك عن طريق أنواع مختلفة من الأوامر (أمر البيع أو الشراء الفوري، أمر المطابقة، أمر السوق، الأمر المحدد للسعر...)، وتعتمد سرعة تنفيذ هذه الأوامر بدورها على سيولة السوق وكفاءتها.

ومن أهم هذه الأوامر:

- أمر البيع أو الشراء الفوري: وهو أمر لبيع أو لشراء كامل الكمية المتوفرة بسعر السوق الأفضل.
- أمر المطابقة : ويستخدم لإنشاء أمر مقابل (مطابق) لأمر حالي موجود.-
- أمر السوق: هو أمر بدون سعر لتداول السهم فورا بالسعر الحالي الأفضل المتوفر في السوق. ويصبح أمر السوق أمرا محدد السعر فور حساب السعر. ويقوم النظام تلقائيا بإصدار سعر محدد لأوامر السوق على أساس المعادلة الموضوعة لحماية الأسعار المحددة.
- الأمر المحدد السعر : هو أمر لبيع أو شراء عدد محدد من الأسهم بسعر محدد أو أفضل منه.
- الأمر غير المسعر : هو أمر مشابه لأمر السوق من حيث إدخاله بدون سعر محدد، ويصبح أمرا محدد السعر فور حسابه. والفرق بينهما هو أنه لا يتم استخدام حماية أسعار للأمر غير المسعر.
- الأمر ذو الكمية غير المعلنة : وهو ذلك الجزء من الكمية الإجمالية للأمر التي لا تظهر في شاشات الوسطاء. وقد يكون هذا ضروريا عند وجود أمر يتضمن بيع أو شراء كميات كبيرة من الأسهم، حيث أن إخفاء الكمية الفعلية للأسهم في الأوامر الكبيرة يسمح بتنفيذ الكميات المعلنة من الأمر بالأسعار السائدة في السوق. أما إذا ما تم عرض كامل الكمية في السوق، فقد تؤثر الكمية الكبيرة من الأسهم سلبا على اتجاه السوق.
- أمر التنفيذ الكامل فقط: وهنا يجب تداول جميع كمية الأمر، وإلا يتم إلغاء الأمر.

تعتمد الغالبية العظمى من الأسواق اليوم في الوقت الحاضر على هذا النظام على غرار بورصة نيويورك والناسداك ، كما هو الحال في البورصات العربية[2].

2.2 النظراء

في السوق التي تحركها الأوامر، يلعب دور النظراء أصحاب المصلحة المواجهة بمعنى الجهات ذات الأوامر العكسية. أما في السوق التي تحركها الأسعار فالنظير هو صانع السوق. تسمى السوق التي تحركها الأوامر بسوق المزاد المزدوج، حيث يتم مواجهة وتنفيذ أوامر البيع والشراء كلما أمكن ذلك، وحيث يقوم المستثمرون

باختيار نوعية الأوامر وفقاً لمتطلباتهم من حيث السعر والوقت.

تتراكم الأوامر المحددة السعر حسب أفضلية السعر والتوقيت في ما يسمى بسجل الأوامر. ويطرح هذا الأخير أوامر الشراء من جهة وأوامر البيع من الجهة الأخرى، إبتداءاً من الأوامر الأكثر ملاءمة إلى أقلها ملاءمة. فسعر المشتري (البائع) الذي يترأس القائمة هو الأعلى (الأضعف).

حسب المثال أدناه (لأحد الأسهم المتداولة في سوق البحرين يوم 28 أكتوبر 2008) فإن أفضل (أعلى) سعر شراء هو 0.635 د.ب (دينار بحريني) لـ 2000 سهم. بالمقابل، فإن أفضل (أضعف) سعر بيع هو 0.675 د.ب لـ 10000 سهم. وجدير بالذكر أن سوق البحرين، كمعظم البورصات العربية ومنذ فترة قصيرة، يفصح بدون مقابل عن أفضل خمسة أوامر بيع و أفضل خمسة أوامر شراء، بحثا عن تقليص عدم تناظر المعلومات.

وتجدر الإشارة إلى أن الفرق بين أفضل سعر بيع و أفضل سعر شراء (0.675-0.635=0.04) يمثل النطاق السعري (bid-ask spread). أما الكميات المرافقة لتلك الأسعار فتمثل عمق السوق، بمعنى قدرته على استيعاب صفقات دون تغير الاسعار. يحدد هذان العاملان سيولة السوق، التي ستتم مُناقشتها أدناه.

جدول رقم (1): مثال 1 : سجل الأوامر (حالة1)

سعر الشراء (العملة)	كمية الأسهم المطلوبة	الأوامر	سعر البيع	كمية الأسهم المعروضة للبيع	الأوامر
0.635	2000	1	0.675	10000	1
0.632	10000	1	0.680	30000	1
0.630	3000	1	0.700	20000	1
0.620	5000	1	0.710	16000	1
0.610	5000	1	0.715	20000	1
المجموع	25000	5		96000	5

المصدر: سوق البحرين ، أكتوبر 2008.

يتم عقد صفقة عندما يدخل السوق أمر غير محدد السعر أو أمر محدد السعر على أن يكون السعر المحدد معادلاً (أو أكثر ملاءمة) لأفضل سعر بسجل الأوامر. فإذا ما أدخل أحد المستثمرين أمراً غير محدد السعر لبيع 3000 سهم فإن تنفيذه سيتم فوراً وتلقائياً باستخدام أفضل سعر شراء بالسوق وهو 0.635 د.ب لـ 2000 سهـم و 0.632 د.ب لـ 1000 سهم. عندها تتغير حالة سجل السوق ليصبح أفضل سعر شراء هو 0.632 د.ب لـ 9000 سهم، كما يفصح عن أمر شراء وهو 0.600 د.ب لـ 1000 سهم . ويتغير سجل السوق ليصبح كما يلي:

جدول رقم (2): مثال 2 : سجل الأوامر (بعد التغير)

سعر الشراء (العملة)	كمية الأسهم المطلوبة	الأوامر	سعر البيع	كمية الأسهم المعروضة للبيع	الأوامر
0.632	9000	1	0.675	10000	1
0.630	3000	1	0.680	30000	1
0.620	5000	1	0.700	20000	1
0.610	5000	1	0.710	16000	1
0.600	1000	1	0.715	20000	1
المجموع	23000	5		96000	5

المصدر: سوق البحرين، أكتوبر 2008.

إذا ما أصدر أحدهم أمراً محدداً سعره عند 0.675 لشراء 15000 سهم، فإن تنفيذ هذا الأمر يقع جزئياً باستعمال أفضل أمر بيع عن سعر 0.675 لـ 10000 سهم، ويبقى الأمر جارياً جزئياً بالنسبة للـ 5000 سهم الباقية، إلى أن يتم مطابقتها وتنفيذها حسب تطور سجل الأوامر. ويتغيرهذا الأخير ليصبح كما يلي:

جدول رقم (3): مثال 3: سجل الأوامر (بعد التغير الثاني)

سعر الشراء (العملة)	كمية الأسهم المطلوبة	الأوامر	سعر البيع	كمية الأسهم المعروضة للبيع	الأوامر
0.675	5000	1	0.680	30000	1
0.632	9000	1	0.700	20000	1
0.63	3000	1	0.710	16000	1
0.62	5000	1	0.715	20000	1
0.61	5000	1	0.720	10000	1
المجموع	27000	5		96000	5

المصدر: سوق البحرين، أكتوبر 2008.

ويجدر التمييز بين نموذجين من الأسواق التي تحركها الأوامر، يعتمد الأول على نظام المعالجة الآلية ويعتمد الثاني على وسيط مركزي يقوم بكتابة أوامر البيع والشراء على لوحات التداول، حيث تتم عملية إتمام الصفقات عند تماثل أسعار العرض والطلب.

أما السوق التي تحركها الأسعار، فعادة ما تتمحور حول صناع السوق الذين يعرضون بصورة دائمة أسعار شراء وأسعار بيع. تمكن هذه الأسعار المستثمرين من التداول بسرعة ويمثل الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، ما يعرف بالنطاق السعري، الربح الذي يتقاضاه صانع السوق من جراء عملية الشراء والبيع (bid-ask spread).

لا يمكن للمستثمرين استعمال أوامر محددة السعر لأنها تنافس أسعار صانعي السوق. حيث يحدد المستثمر نظيراً على استعداد للتبادل في أي وقت، وبما أن التبادل

يتم على مستوى أحسن سعر فإن المنافسة بين صناع السوق تحثهم على اقتراح أحسن سعر للمحافظة على حصصهم في السوق. هذا النموذج يعتمده NASDAQ وسوق الصرف.

3.2 مكان التداول

تعد مركزية التداول أو تجزأ ته من أهم التدابير التي يتم اتخاذها من أجل تعزيز تدفق الأوامر إلى السوق. حيث تتركز كل أوامر البيع والشراء في السوق المركزية في نفس المكان، بمعنى وجود حاسوب مركزي ولوحات التداول كما في السابق. وفي لحظة معينة يقع تطبيق سعر واحد، بدون اعتبار المعاملات خارج النظام المركزي على غرار سوق القطع (Block trading) الذي يُمكّن من تداول عدد كبير من الأسهم بسعر ثابت. وتحت السوق المجزأة التي يقودها صانعوا السوق، فإن تعدد النظراء من شأنه أن يمكن المتعاملين من إبرام صفقات على أسعار مختلفة في نفس الفترة.

ثالثاً: طبيعة المتداولين

لقد أعيد النظر في فكرة كفاءة أسواق الأسهم حين تم الأخذ بعين الاعتبار تكلفة اقتناء المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة وأسعار وحجم التداول في السوق. لذا أعادت نظرية البنية الجزئية لأسواق الأسهم صياغة التوازن بين العرض والطلب بصورة أكثر واقعية اعتماداً على إمكانية اعتبار السلوك الاستراتيجي لثلاثة أنواع متميزة من العملاء: وهم، المطلعين على المعلومات (insiders)، صانعي السوق (market makers) وغير المطلعين على المعلومات. حيث يسعى المطلعون من خلال سلوكهم الاستراتيجي للاستفادة من معلوماتهم قبل كشفها في الأسعار، بينما يسعى غير المطلعين للحد من خسارتهم تجاه المطلعين. وجدير الذكر أن بقاء صانعي السوق في الأسواق التي تحركها الأسعار يحثهم على اقتراح أسعار بيع وشراء تحفظ لهم حصتهم في السوق وتمكنهم في نفس الوقت من تعويض خساراتهم الناجمة عن تعاملهم مع المطلعين على المعلومات بالإضافة إلى تكاليف تخزين الأسهم.

أعيد النظر في فكرة كفاءة أسواق الأسهم حين تم الأخذ بعين الاعتبار تكلفة اقتناء المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة وأسعار وحجم التداول في السوق. لذا أعادت نظرية البنية الجزئية لأسواق الأسهم صياغة التوازن بين العرض والطلب بصورة أكثر واقعية اعتماداً على إمكانية اعتبار السلوك الاستراتيجي لثلاثة أنواع متميزة من العملاء وهم المطلعين على المعلومات ، وصناع السوق وغير المطلعين .

أما في السوق التي تحركها الأوامر، فيتجه المستثمر المستعجل إلى الأوامر غير محددة السعر على عكس المستثمر الصبور الذي يبحث عن سعر أفضل مما هو عليه حال السوق. حيث يعكس اختياره للسعر تصوره للسعر الافتراضي للسهم إعتماداً على مراقبته لتطور سجل الأوامر، مما يعني أن المستثمر مطلع على معلومات ذات صلة بالسهم المزمع بيعه أو شراؤه ينتج عن اللجوء إلى الأمر المحدد السعر فترة انتظار وتنفيذ غير مؤكد في حالة تطور السوق بصفة عكسية تبتعد عن السعر المحدد من طرفه. على العكس فإن المستثمر المستعجل يلجأ إلى إصدار أمر غير محدد السعر لضمان تنفيذ

الصفقة بكل سرعة قابلاً شروط الجهة المقابلة من حيث السعر. فاندفاع المستثمر المستعجل لا يعني إهماله لناحية السعر، بل بالعكس خوفه من تغيير السعر إلى الأسوأ هو الدافع الرئيسي وراء عجلته.

ينبغي الاعتراف بأن المتداولين يختلفون في معتقداتهم وفي درجة عقلانيتهم، بدون أن يكون ضرورياً، كما تذهب إليه النظرية التقليدية، خروجهم من السوق. وقد أظهرت مساهمات نظرية الحاجة إلى إدخال عملاء يتداولون بدافع سيولة أو ضوضاء ليشكلوا نظيراً للعملاء المطلعين. وقد اعتبر سلوك هؤلاء أقل تقيداً في ما بعد، في إشارة إلى إمكانية تبادلهم على أساس معلومات، ليست ذات صلة بالقيمة العادلة، ولكن اعتقادهم فيها يدفعهم إلى اتخاذ موقف في السوق شراء أو بيعاً .

ويرجع سوء تقييم أسعار الأسهم إلى وجود متداولين صاخبين، مما يضعف كفاءة الأسواق ويعطي الفرصة للمتداولين الراشدين للتحكيم على أساس تقييمهم الصحيح للأسعار ومن ثم تصحيحها. لذلك، فإن نسبة المتداولين الصاخبين في السوق، هي التي تحدد الأسعار إذا ما كانت أكثر أو أقل ابتعاداً على القيمة العادلة للأسهم. إن عملية التحكيم محدودة نظراً لتزايد المخاطرة وقلة الموارد المتاحة، مما يسمح للمتداولين الصاخبين في البقاء في السوق. تتعارض هذه الفكرة مع الرأي السائد منذ خمسينات القرن الماضي والذي يقدم تفوق المتداولين الراشدين الذين يلحقون خسائر دائمة بمن دونهم تؤدي إلى إخراجهم من السوق.

يلاحظ أن المعلومات الخاصة تتأتى من قدرة البنوك والمؤسسات الاستثمارية على الحصول وتحليل المعلومات المتعلقة بالشركات أو بالاقتصاد الكلي ، في حين يعتمد المتداولون الأفراد على الشائعات أو أنواع أخرى من المعلومات غير الدقيقة ، والتي من شأنها تضخيم الفجوة بين القيمة العادلة للأسهم وقيمتها السوقية.

وبإلقاء نظرة على طبيعة المتداولين في بعض الأسواق العربية، فإنه يلاحظ كما يظهر في الجدول التالي، أن نسبة المتداولين الأفراد تفوق بكثير ما هو عليه الحال في الأسواق الغربية، حيث لا تتعدى هذه النسبة 35% في بورصة نيويورك و30% في سوق طوكيو على سبيل المثال.

جدول رقم (4): طبيعة المتداولين في الأسواق الخليجية (%)

	أفراد		مؤسسات استثمارية	
	شراء	بيع	شراء	بيع
الكويت	55.64	64.7	44.35	35.3
السعودية	88	88.9	12	11.01
دبي	72.4	63.84	27.6	36.16
قطر	78.87	62.37	21.13	37.63
مصر	66	65	34	35

المصدر: تقارير أسواق المال الشهرية (لشهري سبتمبر وأكتوبر 2009).

يذهب الكثيرون إلى الاعتقاد أن المتداولين الأفراد هم المتداولون الصاخبون غير المطلعين. وتجدر الإشارة إلى أن المعلومات الخاصة تتأتى من قدرة البنوك والمؤسسات الاستثمارية على الحصول على تحليل المعلومات المتعلقة بالشركات أو بالاقتصاد الكلي ، في حين يعتمد المتداولون الأفراد على الشائعات أو أنواع أخرى من المعلومات غير الدقيقة، والتي من شأنها تضخيم الفجوة بين القيمة العادلة للأسهم وقيمتها السوقية.

رابعاً : السيولة

تعرف السيولة عادة بمدى قدرة المستثمر على تحويل أسهمه إلى نقد بسرعة وبدون التعرض لخسارة. ويتسم السوق بسيولة أكبر كلما ارتفع حجم ونشاط التداول الذين يقاسان بمؤشرات مختلفة من أهمها القيمة الرأسمالية للسوق، والقيمة الرأسمالية للسوق مقسومة على الناتج القومي الإجمالي، وعدد الأسهم المتداولة، وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة على النحو المبين في الملحق. حيث يبين هذا الملحق نمواً كبيراً في الأسواق العربية وإن تميزت جميعها بضيق نطاقها مقارنة بأسواق الدول المتقدمة والناشئة. وتبرز سوقاالسعودية والكويت كأكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية تليهما سوق كل من قطر ومصر. أما في ما يتعلق بعدد الشركات المدرجة، تبرز مصر كأكبر الأسواق تليها الأردن والكويت والسعودية. علاوة على ذلك، فإن هذه الأسواق تختلف كثيراً في ما يتعلق بالسيولة التي تقاس من حيث القيمة وعدد الأسهم المتداولة، حيث تتأخر أسواق تونس والمغرب وعمان والبحرين على عكس سوقي دبي وأبو ظبي وإلى حد ما سوق قطر التي نجحت في السنوات القليلة الماضية في زيادة سيولتها والاقتراب في مستواها من سوقي السعودية والكويت. باختصار، فإنه يمكن القول بأن أسواق الأسهم العربية تبقى غير متجانسة رغم تطورها، حيث لا تزال سوقي السعودية والكويت متفوقة من حيث الحجم والسيولة تليها أسواق كل من دبي، أبو ظبي، مصر وقطر، خلافاً لأسواق تونس والمغرب وعمان التي لا زالت صغيرة.

تبقى أسواق الأسهم العربية غير متجانسة رغم تطورها، حيث لا تزال أسواق السعودية والكويت متفوقة من حيث الحجم والسيولة تليها أسواق دبي، أبو ظبي، مصر وقطر، خلافاً لأسواق تونس والمغرب وعمان التي لا تزال صغيرة.

وتتميز أسواق الأسهم العربية بضيق نطاقها وضعف سيولتها مقارنة بأسواق الأسهم الناشئة والمتقدمة، مما يضعف من فرص تنويع الاستثمار ويؤدي إلى تقلبات شديدة في الأسعار. حيث أثبتت العديد من الشواهد التطبيقية أن عمق السوق، وهو الكميات المرافقة لأفضل سعر بيع وأفضل سعر شراء، يحدد في علاقة عكسية، قدرة السوق على استيعاب صفقات دون تغير الأسعار.

وتجدر الإشارة إلى أن النطاق السعري (bid-ask spead) يضيق كلما ارتفعت سيولة السوق. كما أظهرت العديد من المقالات العلاقة العكسية بين وحدات التزايد وسيولة الأسواق ومن ثم حجم التداول. وفي هذا الصدد فقد عمدت السوق السعودية على تقليص وحدات المزايدة من 25 حالة لكل الأسهم إلى 5 حالات للأسهم التي لا يتعدى سعرها 5 ريال و10 حالات للأسهم التي يتراوح سعرها بين 25 و50 ريال، مع المحافظة على وحدة مزايدة بـ25 حالة للأسهم

التي يتعدى سعرها 50.25 ريال. جاءت هذه الخطوة بعيد أزمة الأسواق المحلية لسنة 2006 في محاولة لدعم السيولة وحجم التداول. كما عمدت سلطة الإشراف السعودية وهي مؤسسة النقد السعودية إلى فتح باب التداول للأجانب على غرار الأسواق العربية الأخرى، كردة فعل لأزمة 2006 من أجل تعزيز سيولة السوق. وتجدر الإشارة إلى افتقار أسواق الأسهم العربية لأية بحوث تطبيقية تخص النطاق السعري كمؤشر لسيولتها ومدى تفاعله سلباً أو إيجاباً مع مختلف التطورات في البنية الجزئية لهذه الأسواق على غرار تقليص وحدات المزايدة، ويرجع ذلك لعدم توفر قواعد البيانات العالية التردد للباحثين في هذا المجال(3).

تجدر الإشارة إلى افتقار أسواق الأسهم العربية لأية بحوث تطبيقية تخص النطاق ألسعري كمؤشر لسيولتها ومدى تفاعله سلباً أو إيجاباً مع مختلف التطورات في البنية الجزئية لهذه الأسواق على غرار تقليص وحدات المزايدة، وذلك راجع لعدم توفير قواعد البيانات العالية التردد للباحثين في المجال.

خامساً: الشفافية

هي أحد أهم الشروط الأساسية لكفاءة أسواق الأسهم، حيث تقيس مدى توفر المعلومات المالية المطلوبة عن الشركات مثل مستويات الأسعار، وعمق السوق والتقارير المالية المدققة. ويلعب تدفق المعلومات عن الشركات المدرجة وعن حالة السوق دوراً فعالاً في منع الفساد والتلاعب في حال عدم تناسق المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين، ما قد يحول دون تعبير سعر السهم عن جميع المعلومات المتاحة عن الشركة وابتعاده عن "قيمته العادلة" ومن ثم الإخلال بكفاءة السوق.

تعمل أسواق الأسهم العربية على غرار أسواق الأسهم المتقدمة على فرض الافصاح المستمر للشركات المدرجة، وذلك حرصاً منها على تحقيق أكبر قسط من الشفافية من شأنه الحد من عزوف المستثمرين على وجه الخصوص صغار المستثمرين عن الاستثمار في أسواق الأسهم، إذ يدعم مبدأ العدل والمساواة في الحصول على المعلومات المتعلقة بالشركات والسوق إحساس هؤلاء المستثمرين بالثقة والارتياح، مما يدفعهم على الاقبال على توسيع نطاق عملياتهم الاستثمارية مما يرفع من سيولة السوق.

تعمل أسواق الأسهم العربية على غرار أسواق الأسهم المتقدمة على فرض الإفصاح المستمر للشركات المدرجة حرصاً منها على تحقيق أكبر قسط من الشفافية والذي من شأنه الحد من عزوف المستثمرين وصغار المستثمرين على وجه الخصوص عن الاستثمار في أسواق الأسهم. ويدعم مبدأ العدل والمساواة في الحصول على المعلومات المتعلقة بالشركات والسوق إحساس هؤلاء المستثمرين بالثقة والارتياح مما يدفعهم على الإقبال على توسيع نطاق عملياتهم الاستثمارية مما يرفع من سيولة السوق.

وقد أثار الجدال حول مزايا ومساوىء كل نظام تداول إهتماماً كبيراً للهيئات الإشرافية والمستثمرين والباحثين، دون التوصل إلى البت

في تفوق نظام على الآخر. لذا إقترح تحقيق مزيد من الكفاءة لأسواق الأسهم عن طريق وجود قائمة من البدائل المتاحة للعملاء عن طريق مزج النظامين. وتعتمد كل الأسواق الخليجية على نظام السوق المستمرة التي تحركها الأوامر، كما تعتمد هذه الأسواق على فترات تمهيدية يطبق فيها سعر التثبيت لمدة تتراوح بين 15 دقيقة و 30 دقيقة. ويبقى سجل الأوامر غير مرئي إلى كل المتداولين ما عدا أفضل أمر بيع وأفضل أمر شراء. بينما قامت أسواق البحرين و الكويت و دبي وأبو ظبي وتونس بكشف أفضل خمس أوامر بيع وأفضل خمس أوامر شراء (السعر والكمية) في محاولة لتحسين شفافية السوق وتمكين المتداول من استجلاء أكبر جزء من سجل الأوامر ومن ثم اتجاه السوق (جدول5).

جدول رقم 5: بعض خواص الأسواق العربية

	سوق التثبيت	سوق مستمرة	أفضل خمس أوامر أو أكثر	أفضل أمر بيع وأفضل أمر شراء
السعودية	√	√		√
الكويت	√	√	√	
البحرين	√	√	√	
دبي	√	√	√	
أبو ظبي	√	√	√	
عمان	√	√		√
قطر	√	√		√
مصر	√	√		
المغرب	√	√		
تونس	√	√	√	

ويلاحظ في هذا الصدد أن الاتجاه نحو زيادة شفافية سجل الأوامر في الولايات المتحدة الأمريكية قد بدأ في سنة 1996، حيث اعتمدت لجنة الأسواق المالية قوانين مصممة للحد من عدم تناظر المعلومات خاصة لصغار المساهمين عن طريق كشف سجل الأوامر الخاصة بالأسعار والكميات. وقد مكنت هذه القواعد من تقليص الفارق بين أسعار البيع وأسعار الشراء بما يعادل 20% إلى 40%. أدت هذه النتيجة إلى اتباع جميع أسواق الأسهم خطوات مماثلة بحثاً عن تحسين شفافيتها ومن ثم سيولتها.

سادساً: الخاتمة

إستعرض هذا العدد بعض الاستنتاجات النظرية فمن البنية الجزئية لأسواق الأسهم، من حيث تحليلها لأداء هذه الأسواق بفضل إدراج أنظمة التداول الحقيقية، طبيعة المشتركين في التداول، السيولة والشفافية. إضافة إلى ذلك فقد سمح المنهج الوصفي لهذا العدد بإلقاء الضوء على بعض أهم الجوانب التفصيلية لعملية التداول في بعض أسواق الأوراق المالية العربية ومُقارنتها مع مثيلاتها في الدول المتقدمة وتأثيرها على حجم وسيولة وكفاءة هذه الأسواق.

ويمكن دراسة مزايا ومساوىء أسواق الأسهم العربية واقتراح آفاق التطور الأمثل لها في ظل المتطلبات الحديثة، والحد من التقلبات المبالغ فيها صعوداً ونزولاً. ويقتضي نجاح هذه الخطوات الشروع بالقيام بالدراسات التطبيقية، إعتماداً على قواعد البيانات العالية التردد لأسواق الأسهم العربية لسد الفراغ الهائل في ميدان بحوث البنية الجزئية التطبيقية.

الهوامش

(1) انظر :

O'Hara (1991) و Madharan (2000، 2002) و Biais et al. (2004)

(2) ناسداك NASDAQ.

(3) تقتصر البحوث في هذا المجال على الثلاث أوراق التالية : Al-Suhaibi، 1998 و Bellalah et al. 2006 و Hmaied et al. 2006، كذلك تقتصر ورقة عبد مولاه 2009 على التكهن بآثار البنية الجزئية للأسواق الخليجية الأهم ودورها في الأزمة المالية الراهنة.

المراجع العربية

وليد عبد مولاه، 2009، البنية الجزئية لأسواق الأسهم الخليجية والأزمات المالية، سلسلة اجتماعات الخبراء، رقم 32.

المراجع الانجليزية

Admati A, Pfleiderer P., 1988, A theory of intraday patterns, Review of Financial Studies, 1, pp 3 - 40.

Al-Suhaibani M., 1998, Three Essays on the Market Microstructure of the Saudi Stock Market, Ph.D. Theses, Concordia University, Canada.

Bellalah Mondher, Boubaker Adel and Sebai Saber., 2006, Estimation of Transaction Costs on the Tunisian Stock Exchange: An Empirical Reseach via a Tobit Model with Frictions, Inter4national Journal of Business, 11, 2, pp 98- 106.

Black F, 1986, Noise, Journal of Finance, 43, pp 540- 555.

Fama, Eugene F., 1965, The behavior of stock market prices, Journal of Business 38, 34 -105.

----., 1970, Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, Journal of Finance, may, pp 383- 417.

Friedman Milton., 1953, The case for flexible exchanges rates, in Essays in Positive Economics, (Chicago: University of Chicago Press).

Hmaied, Dorra Mezzez, Grar Adel and Sioud Olfa Benouda., 2006, Dynamics of Market Liquidity of Tunisian Stocks: An Analysis of Market Resiliency, Electronic Markets, 16, 2, 2006 , pp 140 -153.

Kyle, A., 1985, Continuous auctions and insider trading, Econometrica, 53, pp 1315-1335.

Madhavan A., 2000, Market Microstructure: A survey, Journal of Financial Markets, 3, pp 205- 258.

Merton, Robert C., 1987, A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, Journal of Finance 42, 483- 510.

O’Hara M.,1995, The market microstructure theory, Blackwell.

Shleifer A, Summers L., 1990, The noise trader approach to finance, Journal of Economic Perspectives, 4, pp 19- 33.

ملحق

مؤشرات حجم ونشاط أسواق الأسهم العربية ودول المقارنة

الدول	حجم التداول 2003	حجم التداول 2008	حجم التداول معدل النمو %	عدد الأسهم المتداولة 2003	عدد الأسهم المتداولة 2008	عدد الأسهم المتداولة معدل النمو %	القيمة الرأسمالية 2003	القيمة الرأسمالية نسبة من الناتج الاجمالي القومي	القيمة الرأسمالية 2008	القيمة الرأسمالية نسبة من الناتج الاجمالي القومي	القيمة الرأسمالية معدل النمو %	عدد الأسهم المدرجة 2003	عدد الأسهم المدرجة 2008	عدد الأسهم المدرجة معدل النمو %
أبو ظبي	3,336	61,280	1736	652	48,347	7315	55,519	67	61,887	22	11	30	65	116
الاردن	2,598	27,079	942	997	5,112	412	10,967	107	35,984	184	228	161	243	50
البحرين	255	1,905	647	368	1,480	302	9,701	100	19,954	101	105	44	50	13
المغرب	2,211	14,231	543	35	222	534	11,556	26	63,420	70	448	52	80	53
قطر	1,646	41,250	2406	68	3,400	4900	40,435	113	76,656	65	89	28	43	53
دبي	11,628	69,880	501	4,149	66,066	1492	35,109	42	65,217	24	85	13	65	400
مصر	4,423	65,167	1373	1,180	21,072	1685	27,909	32	83,185	52	198	967	444	-54
الكويت	53,300	116,023	117	48,766	75,820	55	61,311	124	113,527	71	85	108	204	88
عُمان	1,224	8,034	556	276	3,881	1306	6,615	23	15,643	28	136	141	127	-9
السعودية	158,568	483,122	204	5,531	54,442	884	157,164	73	246,809	46	57	70	127	81
تونس	152	1,425	837	13	148	1038	2,194	10	6,381	15	190	45	53	17
NYSE (الولايات المتحدة)	9,691,335	33,638,937	247	352,397	802,026	128	11,328,953	103	9,208,934	64	-19	2308	3011	30
NASDAQ (الولايات المتحدة)	7,068,213	36,446,548	416	425,044	2,208,924	420	2,844,192	26	2,396,344	16	-16	3294	2952	-10
تركيا	98,160	247,893	153	59,099	114,307	93	68,379	22	118,328	15	73	285	317	11

المصدر: صندوق النقد العربي و World Federation of Exchanges.

قائمة إصدارات ((جسر التنمية))

العنوان	المؤلف	رقم العدد
مفهوم التنمية	د. محمد عدنان وديع	الاول
مؤشرات التنمية	د. محمد عدنان وديع	الثاني
السياسات الصناعية	د. احمد الكواز	الثالث
الفقر: مؤشرات القياس والسياسات	د. علي عبدالقادر علي	الرابع
الموارد الطبيعية واقتصادات نفاذها	ا. صالح العصفور	الخامس
استهداف التضخم والسياسة النقدية	د. ناجي التوني	السادس
طرق المعاينة	ا. حسن الحاج	السابع
مؤشرات الارقام القياسية	د. مصطفى بابكر	الثامن
تنمية المشاريع الصغيرة	ا. حسّان خضر	التاسع
جداول المخلات المخرجات	د. احمد الكواز	العاشر
نظام الحسابات القومية	د. احمد الكواز	الحادي عشر
ادارة المشاريع	ا. جمال حامد	الثاني عشر
الاصلاح الضريبي	د. ناجي التوني	الثالث عشر
اساليب التنبؤ	ا. جمال حامد	الرابع عشر
الادوات المالية	د. رياض دهال	الخامس عشر
مؤشرات سوق العمل	ا. حسن الحاج	السادس عشر
الاصلاح المصرفي	د. ناجي التوني	السابع عشر
خصخصة البنى التحتية	ا. حسّان خضر	الثامن عشر
الارقام القياسية	ا. صالح العصفور	التاسع عشر
التحليل الكمي	ا. جمال حامد	العشرون
السياسات الزراعية	ا. صالح العصفور	الواحد والعشرون
اقتصاديات الصحة	د. علي عبدالقادر علي	الثاني والعشرون
سياسات اسعار الصرف	د. بلقاسم العباس	الثالث والعشرون
القدرة التنافسية وقياسها	د. محمد عدنان وديع	الرابع والعشرون
السياسات البيئية	د. مصطفى بابكر	الخامس والعشرون
اقتصاديات البيئة	ا. حسن الحاج	السادس والعشرون
تحليل الاسواق المالية	ا. حسّان خضر	السابع والعشرون
سياسات التنظيم والمنافسة	د. مصطفى بابكر	الثامن والعشرون
الازمات المالية	د. ناجي التوني	التاسع والعشرون
ادارة الديون الخارجية	د. بلقاسم العباس	الثلاثون
التصحيح الهيكلي	د. بلقاسم العباس	الواحد والثلاثون
نظم البناء والتشغيل والتحويل B.O.T	د. امل البشبيشي	الثاني والثلاثون
الاستثمار الاجنبي المباشر: تعاريف	ا. حسّان خضر	الثالث والثلاثون
محددات الاستثمار الاجنبي المباشر	د. علي عبدالقادر علي	الرابع والثلاثون
نمذجة التوازن العام	د. مصطفى بابكر	الخامس الثلاثون
النظام الجديد للتجارة العالمية	د. احمد الكواز	السادس الثلاثون
منظمة التجارة العالمية: انشاؤها وآلية عملها	د. عادل محمد خليل	السابع والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: اهم الاتفاقيات	د. عادل محمد خليل	الثامن والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: آفاق المستقبل	د. عادل محمد خليل	التاسع والثلاثون
النمذجة الاقتصادية الكلية	د. بلقاسم العباس	الاربعون
تقييم المشروعات الصناعية	د. احمد الكواز	الواحد الاربعون
مؤسسات والتنمية	د. عماد الامام	الثاني الاربعون
التقييم البيئي للمشاريع	ا. صالح العصفور	الثالث الاربعون
مؤشرات الجدارة الائتمانية	د. ناجي التوني	الرابع الاربعون

الاستثمارات البينية العربية	د. بلقاسم العباس	الثامن والثمانون
فعالية أسواق الاسهم العربية	د. إبراهيم إونور	التاسع والثمانون
المسئولية الاجتماعية للشركات	د. حسين الاسرج	التسعون
البنية الجزئية لاسواق الاوراق المالية	**د. وليد عبد مولاه**	**الواحد والتسعون**
العدد المقبل		
مناطق التجارة الحرة	**د. أحمد الكواز**	**الثاني والتسعون**

للاطلاع على الأعداد السابقة يمكنكم الرجوع إلى العنوان الإلكتروني التالي:

http://www.arab-api.org/develop_1.htm



P.O.Box : 5834 Safat 13059 State of Kuwait
Tel : (965) 24843130 - 24844061 - 24848754
Fax : 24842935



المعهـد العربي للتخطيـط بالكويــت

ص.ب : 5834 الصفاة 13059 - دولة الكويت
هاتف : 24848754 - 24844061 - 24843130 - (965)
فاكس : 24842935

E-mail : api@api.org.kw
web site : http //www.arab-api.org